

学校编码 : 10384

分类号_____密级_____

学 号 : 200015140

UDC _____

学 位 论 文

海南航空投资价值分析

Hainan Airlines Investment Valuation Analysis

蔡 乐 敏

指导教师姓名 : 李常青 副教授

申请学位级别 : 硕 士

专 业 名 称 : 工商管理(MBA)

论文提交日期 : 2003 年 3 月

论文答辩时间 : 2003 年 3 月

学位授予单位 : 厦 门 大 学

学位授予日期 : 2003 年 月

答辩委员会主席 : _____

评 阅 人 : _____

2003 年 3 月

海南航空投资价值分析

蔡乐敏

指导教师：李常青 副教授

海南航空投资价值分析

蔡乐敏

指导教师：李常青 副教授

内 容 提 要

海南航空股份有限公司成立于 1993 年，是中国民航运输业中首家同时在 A 股、B 股市场上市的航空公司。经过短短的 8 年时间，总资产由 1000 万元猛增至 100 多亿元，作为地方航空公司的海南航空已经发展成为中国第四大航空运输企业。2002 年 10 月 11 日，中国三大航空运输集团正式挂牌成立，分别是中国南方航空集团（资产总额 501 亿元）、中国东方航空集团（资产 473 亿元）以及中国国际航空集团（资产总额 560 亿元）。民航重组后，三大航空集团将拥有大约 85% 的国内航空运输市场份额，海南航空只占有大约 5% 的国内航空运输市场份额。经过此次民航重组后，中国民用航空运输市场将逐步形成寡头垄断的竞争格局。在这种竞争环境下，地方航空公司将面临更严峻的考验。基于这种竞争格局，本文从基本面的角度分析海南航空的投资价值。

全文共分为六章。

第一章是海南航空股份有限公司简介。主要是介绍海南航空的发展历史和公司现状，并提出可能影响投资决策的问题。

第二章是中国民航行业分析。主要分析中国民航发展历程、存在问题和未来的发展趋势，以及民航重组对海南航空的影响。

第三章是海南航空财务分析。本章主要以 1999 - 2001 年海南航空年报为基础，通过分析海南航空的会计质量和财务报表主要数据，综合评价海南航空的财务状况，并提出可能影响投资决策的种种理由。

第四章是海南航空 SWOT 分析。主要从战略的角度分析海南航空的优势和劣势，以及可能面临的市场机会和竞争挑战。

第五章是海南航空估值分析。通过应用自由现金流量折现模型和 EBO 模型对海南航空公司价值进行估值评价，并提出海南航空比较合理的价值区间。

第六章是海南航空投资风险分析和投资建议。本章从影响利润的可能因素、航空安全、行业竞争、财务风险和股市风险等角度进行综合评价，提出海南航空可能面临的投资风险，并提出投资建议。

关键词：民航重组；财务分析；估值模型。

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Hainan Airlines, as the first public company in Shanghai A- and B- share stock markets of China civil aviation industry, was founded in 1993. Only eight years later, this local Airlines has become the fourth big Airlines in China. Its assets has expanded, from 10 millions RMB to more than 10 billions RMB. In Oct.11th, 2002, China founded three large air groups. They are China Southern Air Group which has 50.1 billions assets, China Eastern Air Group which has 47.3 billions assets, and Air China Group which has 56 billions assets. And the big three will control about 85 per cent domestic air market, Hainan Airlines will only has about 5 per cent domestic market. That means China airline sector changed, from fragmentation to an oligopoly market; as a result, local airlines will endure more and more hard competition. Based on this situation, the paper analysts the investment valuation of Hainan Airlines with original research.

There are six chapters in this paper.

Chapter introduces the basis information and the problems of Hainan Airlines.

Chapter makes an industry analysis of China civil aviation, focus on the developing history and the trend of China civil aviation, and the influence of Hainan Airlines bringing by China civil aviation reform.

Chapter is Hainan Airlines financial analysis. Based on Hainan Airlines annual reports from the fiscal year of 1999 till 2001, the paper analysis its account quality and financial data, then make a finance appraisal.

Chapter is the SWOT analysis of Hainan Airlines, which analysis Hainan Airlines strengths, weaknesses, opportunities, and threats.

Chapter is the stock valuation of Hainan Airlines. By using Free Cash Flow (DCF) Model and EBO Model, the paper makes the valuation of the company.

Chapter analysts the investment risk of Hainan Airlines ,including the

influence of profit changing, air safety, competition, finance and stock market. Then we make an investment suggestion, based on the above chapters' analysis.

Key Words: Civil Aviation Regroup; Financial Analysis; Valuation Model.

目 录

引 言	1
第一章 海南航空股份有限公司简介	3
一、海南航空股份有限公司简介	3
二、海航 1999 - 2001 年主要营运情况简介	4
第二章 中国民用航空运输业行业分析	7
一、航空公司运营的特点	7
二、中国民用航空运输业现状	8
三、民航重组及其对海航的影响	12
四、中国民航行业发展趋势	16
第三章 海南航空财务分析	20
一、海航会计质量分析	21
二、利用杜邦财务分析体系分析海航财务状况	28
三、现金流量分析	35
四、海航资产负债表和利润表结构分析与趋势分析	38
五、综合财务评价	42
第四章 海南航空 SWOT 分析	45
一、优势	45
二、劣势	46
三、机会	47
四、威胁	49
第五章 海南航空估值分析	51

一、自由现金流量折现模型 (DCF Model) 估值	51
二、EBO 模型估值	58
三、自由现金流量折现模型和 EBO 估值模型比较	64
第六章 海南航空投资风险分析与投资建议	67
一、利润波动风险	67
二、航空安全风险	67
三、行业竞争风险	68
四、公司财务风险	68
五、股市风险	68
六、投资建议	70
主要参考文献	71
附录一：海南航空合并资产负债表 (1998 - 2001 年)	75
附录二：海南航空合并利润表 (1998 - 2001 年)	78
附录三：海南航空合并现金流量表 (1998 - 2001 年)	79
附录四：海南航空共同比合并资产负债表 (1998 - 2001 年)	82
附录五：海南航空合并资产负债表趋势分析 (1998 - 2001 年)	85
附录六：自由现金流量折现模型	88
附录七：EBO 估值模型	90
后 记	91

引 言

改革开放以来，我国民航业一直保持着持续、高速的增长。2002 年波音公司预测未来 20 年中国国内航空市场的年平均增长率将达到 9%，到 2020 年中国将拥有几乎 5 倍于现有客机数量的 2320 多架客机。在可以预见的未来，中国

将发展成为世界第二大航空市场。中国已经成为世界航空运输业最具发展潜力的市场之一。

随着中国加入 WTO，中国将越来越深的融入全球经济，中国民用航空运输业的市场化进程将进一步加快。2002 年 10 月 11 日中国民航三大航空集团在北京正式挂牌成立，即总部设在广州的中国南方航空集团（资产总额 501 亿元）、上海的中国东方航空集团（资产 473 亿元）以及首都北京的中国国际航空集团（资产总额 560 亿元）。三大航空集团将占有大约 85% 的国内航空运输市场份额。

海南航空股份有限公司（以下简称海航或海南航空）于 1993 年 1 月由海南省航空公司经规范化股份制改造而成，是中国民航第一家同时在 A 和 B 股上市的航空公司。经过短短的八年时间，海南航空通过一系列的并购行动和规范运营，总资产由 1000 万元猛增至 100 多亿元，成为国内第四大航空公司。

自 2000 年开始，海南航空连续两年被评为“沪市上市公司 50 强”。高速的成长历程吸引了不少人从不同的角度分析和研究它的成功之路，包括许多证券分析人士。尽管我们能从许多媒体上找到有关海航的正面信息，但是与实力雄厚的三大航空集团相比，海南航空目前大约只占有 5% 的国内市场份额。可以预见，海航将承受更大的竞争压力。理性投资者必须以敏锐的目光审时度势，从全面、理性的角度分析海南航空的投资价值。

本文试图从财务报表分析和证券估值的角度评价海南航空是否具有投资价值，希望能给投资者提供一些思路和参考。

由于中国民航管理体制的原因，再加上其他因素的限制，笔者无法获取更多的数据。因此本文仅选取了三家运行较规范的公司：东方航空股份有限公司、上海航空股份有限公司和厦门航空有限公司，作为分析比较对象。

第一章 海南航空股份有限公司简介

一、海南航空股份有限公司简介

海南航空股份有限公司(以下简称海航或海南航空,A股代码:600221;B股代码:900945)于1993年1月由海南省航空公司经规范化股份制改造而成,1993年5月2日正式开航运营,是中国民航运输业第一家同时在A股和B股上市的航空公司。

截至2002年7月,海航拥有飞机73架,其中波音机队拥有34架B737-300/400/800型客机,多尼尔机队拥有19架Dornier328-300型喷气支线客机,公务机队拥有6架Hawker800XP型豪华公务机,2架A109直升飞机;此外还拥有3架70座级Dash8-Q400型支线客机及9架运七型货机。

在航空运营管理方面,海航是中国第一批4家通过中国民用航空管理总局(以下简称CAAC)CAAC121部运行合格审定的航空公司之一,也是国内第一家全面通过ISO9000质量体系认证的航空公司。海航通过一系列的管理创新,改变了中国民航长期以来航空服务仅限于提供机上服务的观念,率先推出了“全系列产品,个性化服务”的全新服务理念,为旅客提供全方位全过程无缝隙的超值服务。

截止2001年底,海航建立了海口、北京、宁波、三亚、西安航空基地和广州、石家庄、长沙运营站,航线网络已遍布全国各地,开通了国内外航线300多条,占有大约5%的国内航空运输市场份额,其中在海南省航空运输市场上占据50%以上的市场份额。

二、海航 1999 - 2001 年主要营运情况简介

（一）主要财务指标

2001 年海航的主营业务收入 32.55 亿元，全年实现主营业务利润 9.38 亿元(见表 1 - 1)，分别比 1999 年增长了 80.13%、88.73%。同期直属 CAAC 的中国东方航空股份有限公司(以下简称东航)分别比 1999 年增长 20.35%、20.43%；厦门航空有限公司(以下简称厦航)分别增长了 45.31%、31.52%；上海航空股份有限公司(以下简称上航)分别增长了 40.98%和 50.54%。三年来，海航的主营业务收入和主营业务利润增幅位居四家航空公司榜首。

然而有一点应该引起我们的注意：海航股东权益报酬率并没有与主营业务收入和主营业务利润实现同步增长。

（二）主要营运数据

从 1997 年开始，海航的航空运输总周转量指标以年均增长率超过全民航平均值 2 - 3 倍的速度快速增长，在多数年份，其增长速度超过表 1 - 2 所列示的其它任何一家航空公司。在旅客运输量方面，海航同样保持高速增长(见表 1 - 3)。但是如果扣除 2001 年兼并公司的数据，海航 2001 年的增速明显放慢，二者分别增长了 25.46%和 9.29%。

（三）存在的可能影响投资决策的疑问

通过以上简介，我们对海航有了初步的了解。同时我们认为存在着影响投资决策的一些疑问。比如：为什么在主营业务收入和主营业务利润连年提高的情况下，股东权益收益率反而下降？什么原因促使海航采取大规模的兼并活动，会对海航带来什么样的影响？海航是否具备投资价值？本文将进行深层次的分析研究。

表 1 - 1 : 1999 - 2001 年四家航空公司主要财务指标对比

项 目	1999 年	2000 年	2001 年	增减比(%)
海航¹				
主营业务收入(亿元)	18.07	22.96	32.55	80.13
主营业务利润(亿元)	4.97	6.1	9.38	88.73
股东权益报酬率(%)	8.84	7.82	4.62	-47.74
东航²				
主营业务收入(亿元)	106.69	118.22	128.39	20.35
主营业务利润(亿元)	18.43	20.63	22.19	20.43
股东权益报酬率(%)	3.15	0.30	2.07	-34.32
上航				
主营业务收入(亿元)	24.84	29.34	35.01	40.98
主营业务利润(亿元)	5.88	6.75	8.86	50.54
股东权益报酬率(%)	-	11.95	24.82	107.72
厦航				
主营业务收入(亿元)	23.43	26.21	34.04	45.31
主营业务利润(亿元)	5.94	5.27	7.82	31.52
股东权益报酬率(%)	-	6.29	6.70	6.49

资料来源：根据海航、东航、上航和厦航 1999 - 2001 年的年度报告整理。

表 1 - 2 : 中国主要航空公司运输总周转量增长率对比 单位：百分比

项 目	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
全民航平均	7.50	7.30	14.13	15.40	15.26
国航	9.21	8.28	22.46	12.19	4.30
南航	10.63	26.72	3.29	23.74	24.97
东航	18.34	19.87	19.37	15.73	11.07
上航	0.49	31.52	13.29	29.70	28.66
海航	27.21	24.75	40.01	44.13	92.18
海航(扣除兼并公司)	27.21	24.75	40.01	44.13	25.46

资料来源：根据 CAAC1996 - 2001 年的统计材料分析整理。

表 1 - 3 : 中国主要航空公司旅客运输量增长率对比 单位：百分比

项 目	1997	1998	1999	2000	2001
-----	------	------	------	------	------

¹ 1997 年 6 月，海航 B 股在上海证券交易所上市，每股发行价格为 0.47 美元。1999 年 11 月，海航 A 股在上海证券交易所上市，每股发行价格 4.6 元。

² 1997 年 11 月，东航 A 股在上海证券交易所上市，每股发行价格为 2.45 元。

第一章 海南航空股份有限公司简介

全民航平均	1.30	2.20	5.89	10.30	11.94
国航	-2.17	-0.83	3.31	20.36	15.29
南航	-0.95	23.12	-1.38	12.40	15.95
东航	7.60	20.36	2.26	4.19	15.61
上航	-0.22	23.64	0.74	28.49	20.25
海航	29.54	26.47	30.24	29.44	57.26
海航（扣除兼并公司）	29.54	26.47	30.24	29.44	9.29

资料来源：根据 CAAC1996-2001 年的统计材料分析整理。

中国民用航空运输业行业分析

一、航空公司运营的特点

（一）航空运输业是一个资本密集型的行业

首先，航空公司的生产运营必须要有航空器、配套地面设施、飞行员和地面工作人员，必须拥有符合民航管理规定的办公场所和完善的服务设备。这些设施不仅必须在生产运营前先期投入，而且需要大量的资本投入。为维持正常的生产运营过程，航空公司必须维持较大的现金流。无论是由于何种原因造成的现金流的中断，都将给航空公司带来致命的打击。比如：在“9·11”事件的冲击下，世界航空运输业出现大规模的衰退，受此影响美国合众国航空公司和美国联合航空公司不得不申请破产保护。

（二）航空公司产品的销售过程发生在生产运营过程之前

与实物形态产品不同，消费者的消费过程就是航空公司的生产过程，从而决定了航空公司的销售过程发生在生产过程之前。不管销售状况如何，预定的运输生产过程一般必须如期提供。这就要求航空公司的管理人员必须具有准确的预测能力。此外，航空公司的航线和容量在一定的时间内是固定的。航空公司飞行航线、时间和使用的航空器通常是事先安排好的，也就是说，它具有容量的限制性³。

（三）航空运输业的利润越来越薄

从世界范围来看，各航空公司为了在日益激烈的市场竞争中获取一席之地，一方面不惜血本提高服务水平，另一方面又不得不通过降价来刺激需求。据有关专家统计，上世纪60年代至90年代，世界航空运输业实际的

³ 杨思梁：《最盈利的管理方法——收益管理》，航空工业出版社，2000年1月，P11。

旅客收益水平平均以每年 2.2% 的速度逐年递减；而货运收益水平平均以每年 3.4% 的速度递减。航空公司的单位成本（可用吨公里运营成本）则以平均每年 1.9% 的速度递增⁴。

（四）航空运输业受政府管制严重

世界航空运输业放松管制已逐渐成为一种不可逆转的趋势。由于航空运输涉及国家安全和利益，因此航空运输业受管制程度比其他行业更深，国际间航空运输更是受到各国政府的严格管制。

（五）航空运输业与 GDP 有相当的正相关性

航空运输的发展主要取决于宏观经济形势和经济政策。一个国家的国民经济发展状况在很大程度上促进或限制本国航空运输业的发展。据 CAAC 统计，上世纪 90 年代以来，除 1991 年（海湾战争）和 1997 - 1998 年（亚洲金融危机）外，其它各年世界定期航空运输与世界经济增长的弹性系数在 2.08 - 2.53 之间。1978 - 2001 年我国航空运输总周转量增长率约为同期 GDP 增长速度的 2 倍，其中“九五”期间运输总周转量增长约为 10%。

二、中国民用航空运输业现状

（一）改革开放背景下航空运输业迅速发展

1985 年 1 月起，我国政府逐步放松了对进入民航运输市场的监管。在这种背景下，中国民航先后成立了 10 家 CAAC 直属的航空公司，分别是国航、东航、南航、西南航、西北航、北航、新疆航和云南航空公司等。政府为了加快民航建设步伐，缓解当时运力紧张的状况，积极推进地方政府参与民航建设。截止 1998 年底，全国先后成立了上海、海南、四川、深圳、

⁴ 耿淑香主编：《航空公司运营管理方略》，中国民航出版社，2000 年 8 月，P1 - 6。

山东、中原、武汉等 15 家地方航空公司（见表 2 - 1）。地方航空公司的进入在很大程度上改善了中国民航的运输条件。但是各地方航空公司与政府之间存在各种错综复杂的关系，也影响到日后民航的进一步发展。

随着中国经济的进一步发展和航空业的全球化与自由化，中国民航面对的竞争环境有了新的变化。为了改变中国民航体制僵化、管理落后等问题，更好地迎接挑战，CAAC 于 2000 年 7 月提出了一份重组方案，以国航、南航和东航为母体组建三大航空集团。2002 年 10 月 11 日中国民航三大航空集团在北京正式挂牌成立，揭开了中国民航新的一页。

表 2 - 1：中国民航重组前的主要航空公司

CAAC 主要直属航空公司	CAAC 其他直属航空公司	主要地方航空公司
中国国际航空公司	中国北方航空公司	海南航空公司
中国东方航空公司	中国西北航空公司	上海航空公司
中国南方航空公司	中国西南航空公司	四川航空公司
	新疆航空公司	深圳航空公司
	云南航空公司	武汉航空公司
	中航浙江航空公司	新华航空公司
	长城航空公司	山东航空公司
		中国邮政航空公司
		长安航空公司
		中国联合航空公司

资料来源：根据 CAAC 统计资料整理，数据截止 2000 年底。

（二）民航重组前存在的问题

1、政企不分

得益于上世纪 90 年代初期中国经济的高速发展，民航通过扩大运力实现了外延型扩张。优越的生存环境掩盖了中国民航机制僵化、经营管理粗放等深层次的问题。与其他行业相比，中国民航的市场化步伐明显落后。三大航空集团正式挂牌成立前，CAAC 不仅对航线的开通、退出和价格等

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库